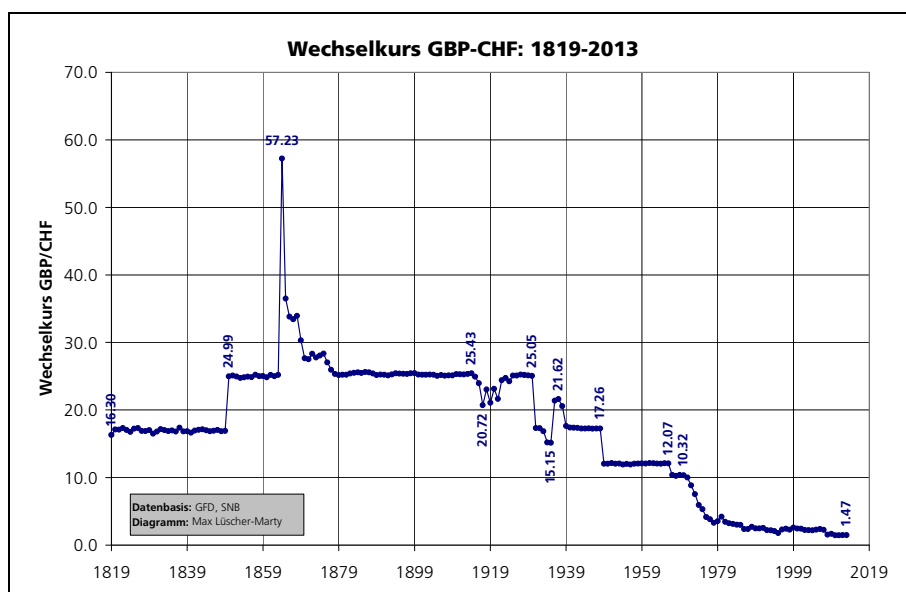
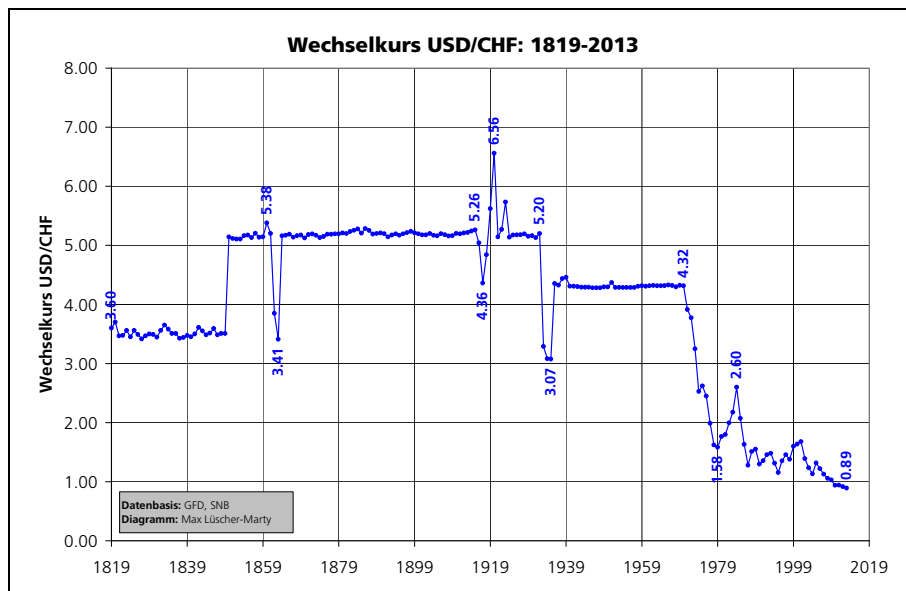


## Vom Nutzen internationaler Diversifikation mit Referenzwährung CHF

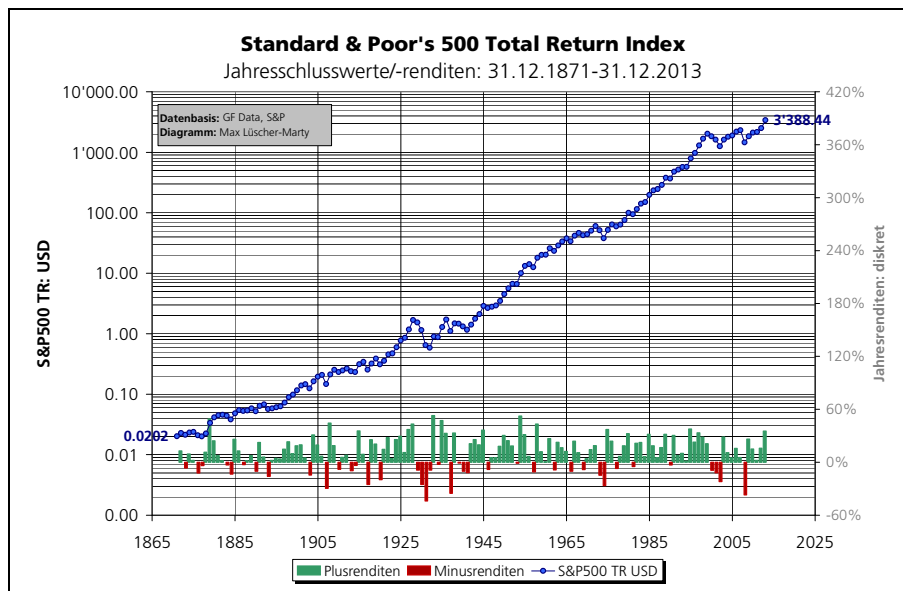
„Die Verfügbarkeitsheuristik vermag auch das Phänomen des Home Bias (auch Domestic Bias) zu erklären. Wie wir wissen, legt die Portfoliotheorie nicht nur eine Depotstreuung nach Assetklassen, Branchen oder Titeln nahe, sondern auch die Diversifikation nach Währungen und Ländern. Überprüft man bspw. die Aktienportfolios privater oder institutioneller Investoren, konstatiert man regelmässig eine starke Übergewichtung des Heimmarktes. Man bevorzugt jene Aktien, die man kennt und die einem leicht einfallen. Aus der Optik Schweiz darf man für die letzten Jahrzehnte immerhin bemerken, dass eine ausgeprägte Swissness in den Depots nicht unbedingt ein Fehler war.“ (Max Lüscher-Marty, Theorie und Praxis der Geldanlage 2, Seite 269, Zürich 2012, Verlag NZZ Libro)

Die (sehr) lange Kursgeschichte des Schweizerfrankens kennt trendmässig nur eine Richtung: nach oben! Der Schweizerfranken ist stark und stärker geworden – wichtige internationale Währungen, wie etwa der US-Dollar oder das britische Pfund, entsprechend schwach und schwächer. Die folgenden beiden Diagramme sind ein Beleg dafür:

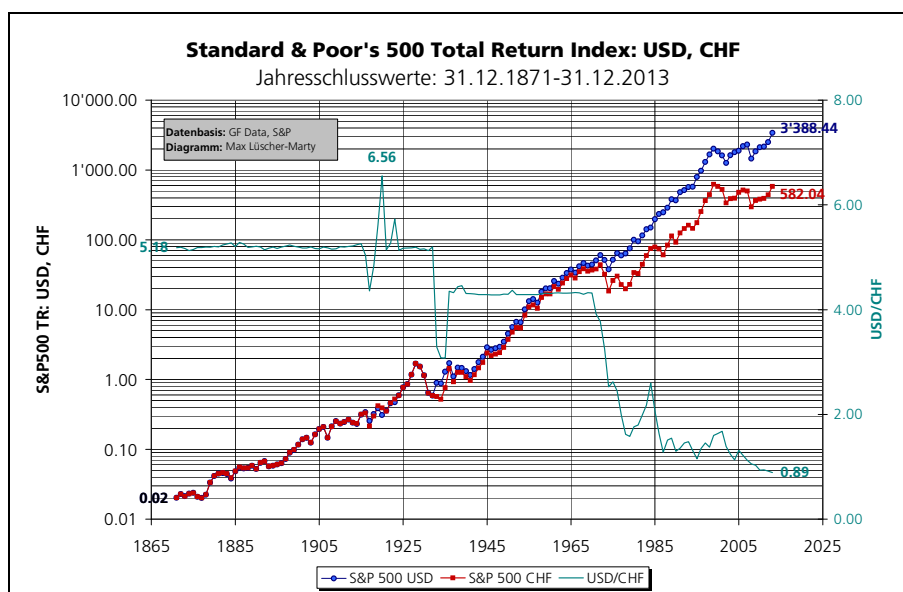


Investoren – auch professionelle – bringen gerne die hohen Renditen internationaler Investments ins Spiel und begründen damit die internationale Diversifikation. Auch ein gewisser Ungleichlauf (Stichwort: Korrelation) der internationalen Märkte wird gelegentlich ins Spiel gebracht.

Tatsächlich rechnet sich für den S&P 500 TR seit dem 31.12.1871 eine beachtliche Jahresrendite von durchschnittlich 8,84%. Auch das Verlustrisiko ist nicht ausgesprochen hoch: In „bloss“ 39 von insgesamt 142 Jahren ergab sich eine Minusrendite. Das entspricht einem historischen Verlustrisiko von 27,46% (39/142).



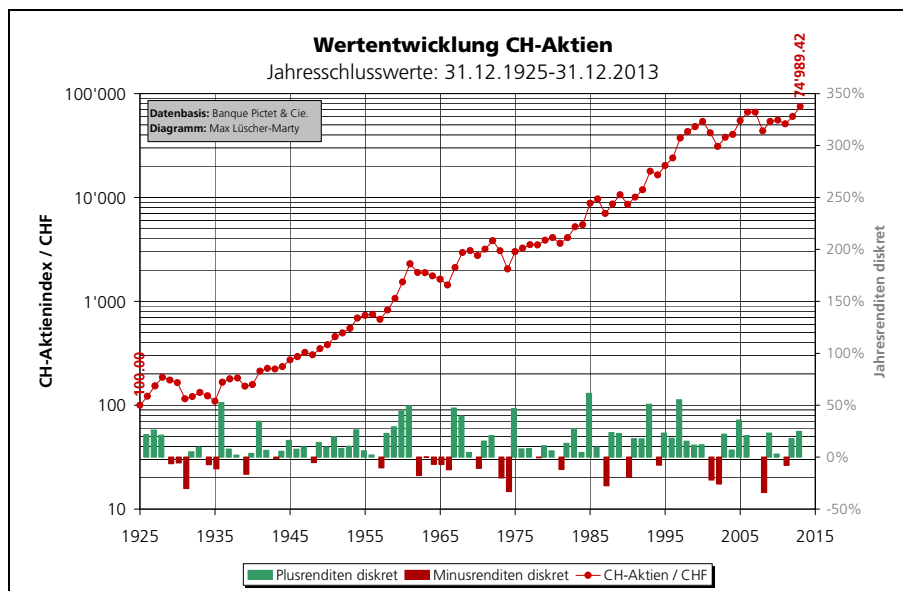
Rechnet man den S&P 500 TR in Schweizerfranken um, sinkt die jährliche Rendite von 8,84% in USD auf 7,50% in CHF. Diese Differenz scheint auf den ersten Blick nicht allzu gross. Aber immerhin: Der USD-Investor, der am 31.12.1871 USD 10,00 eingebracht hat, hätte es bis Ende 2013 zu USD 1'677'466,32 gebracht. Ein Investment von CHF 10,00 wäre dagegen „bloss“ auf CHF 288'137,58 angewachsen. Wie immer bei solchen Zahlenspielerien wird dabei von Gebühren, Steuern und Inflation abstrahiert. Es wird überdies unterstellt, dass die Bruttodividenden Jahr für Jahr reinvestiert werden. Fakt ist aber, dass mit Referenzwährung Schweiz markant weniger generiert wird als mit Referenzwährung USD. Das folgende Diagramm macht dies deutlich:



Nebenbei sei bemerkt, dass das Verlustrisiko mit Referenzwährung CHF deutlich höher ist. Seit 1871 lassen sich 49 Verlustjahre beobachten. Entsprechend rechnet sich ein jährliches Verlustrisiko von 32,49%.

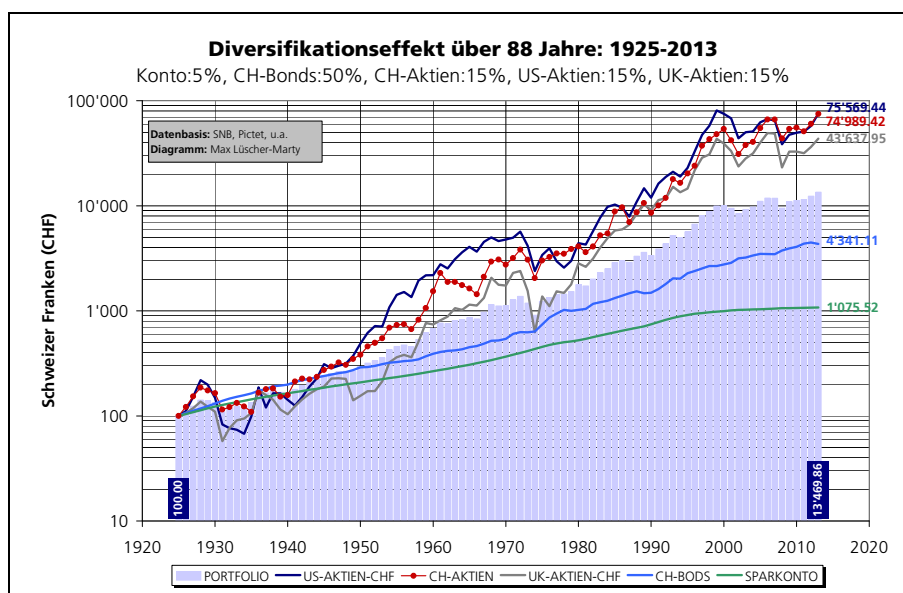
In dieselbe Richtung gehen die Erfahrungen mit dem britischen Pfund. Nur ist hier die Ernüchterung mit Referenzwährung CHF deutlich ausgeprägter. Aufgrund meiner Datenbasis rechnet sich für den UK-Aktienmarkt seit 1899 eine jährliche Rendite (Total Return) von 9,46% in GBP und von 6,76% in CHF. Mit Referenzwährung GBP beträgt das jährliche Verlustrisiko 27,19% und in CHF 32,46%.

Dank einer Studie der Banque Pictet aus dem Jahre 1987 lässt sich die Entwicklung des Aktienmarktes Schweiz bis zum 31.12.1925 zurückverfolgen. Die 88-jährige Kursgeschichte präsentiert sich wie folgt:

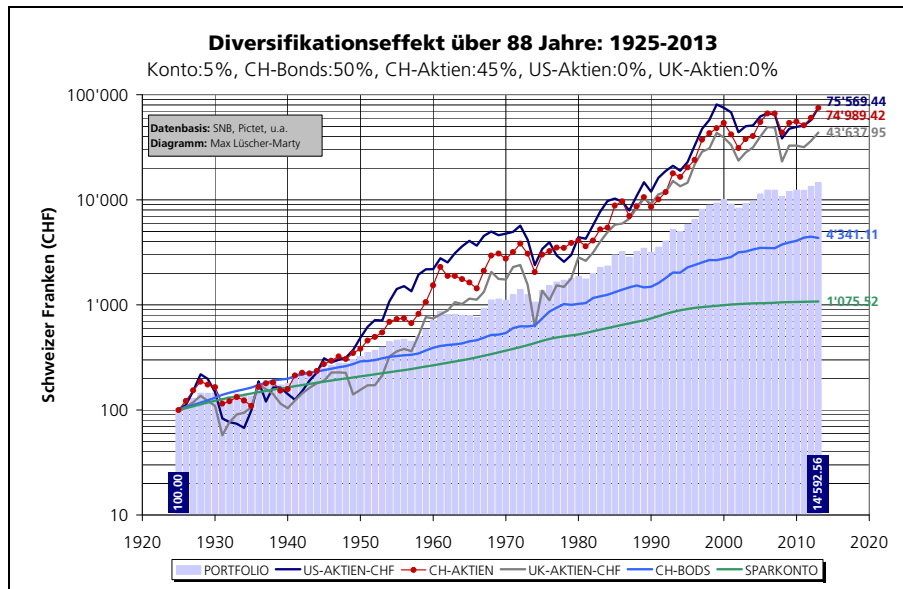


Die durchschnittliche Jahresrendite des CH-Aktienmarktes rechnet sich mit 7,81% und das historische jährliche Verlustrisiko mit 30,38%. Der S&P 500 TR rentierte im selben Zeitraum mit 10,00% pro Jahr in USD und mit 7,82% in CHF. Das jährliche Verlustrisiko des S&P 500 TR beträgt 27,27% in USD und 34,09% in CHF. Die jährlichen Renditewerte für den UK-Aktienmarkt sind 10,66% in GBP und 7,15% in CHF, die jährlichen Risikowerte 27,27% in GBP und 32,95% in CHF.

Wie die Pictet-Studie zeigt, hätte sich eine Einmaleinlage von CHF 100,00, investiert am 31.12.1925, bis zum 31.12.2013 zu einem Vermögen von CHF 74'989,42 entwickelt. Mit US-Aktien hätte sich ein Endwert von CHF 75'569,44 ergeben und mit UK-Aktien ein Betrag von CHF 43'637,95. Das Endkapital eines reinen CH-Bondinvestors läge bei CHF 4'341,11 und jenes des Sparkonto-Sparers bei CHF 1'075,52. Bildet man aus diesen fünf Assets ein Portfolio aus 5% Spargeldern, 50% CH-Bonds und je 15% CH-, US- und UK-Aktien, ergäbe sich aus einem Anfangskapital per 31.12.1915 von CHF 100,00 bis zum 31.12.2013 ein Endkapital von CHF 13'469,86. Das entspricht einer Jahresrendite von 5,73% und einem Verlustrisiko von 23,86% (21/88) pro Jahr.



Was wäre nun im Betrachtungszeitraum (1925 bis 2013) aus einem reinen Inlandportfolio aus 5% Sparkonto, 50% CH-Bonds und 45% CH-Aktien geworden? Statt eines Endwerts von CHF 13'469,86 hätte sich ein solcher von CHF 14'592,56 und mithin eine leicht höhere durchschnittliche Jahresrendite von 5,83% ergeben. Aus dieser Optik hätte die internationale Diversifikation nichts gebracht. Immerhin – und das ist nicht zu vernachlässigen – ist das reine CH-Portfolio etwas risikoreicher. Das durchschnittliche jährliche Verlustrisiko beträgt 26,14% (23/88).



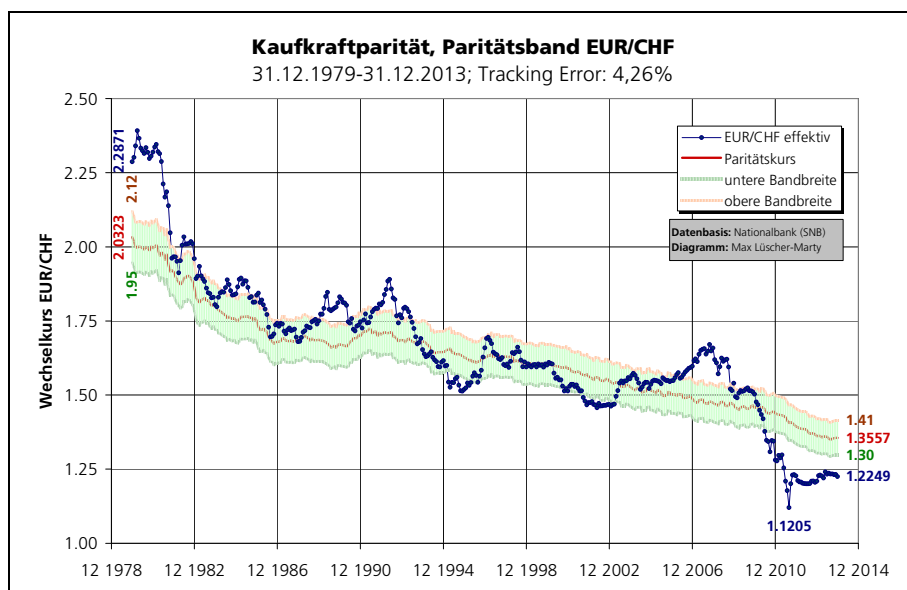
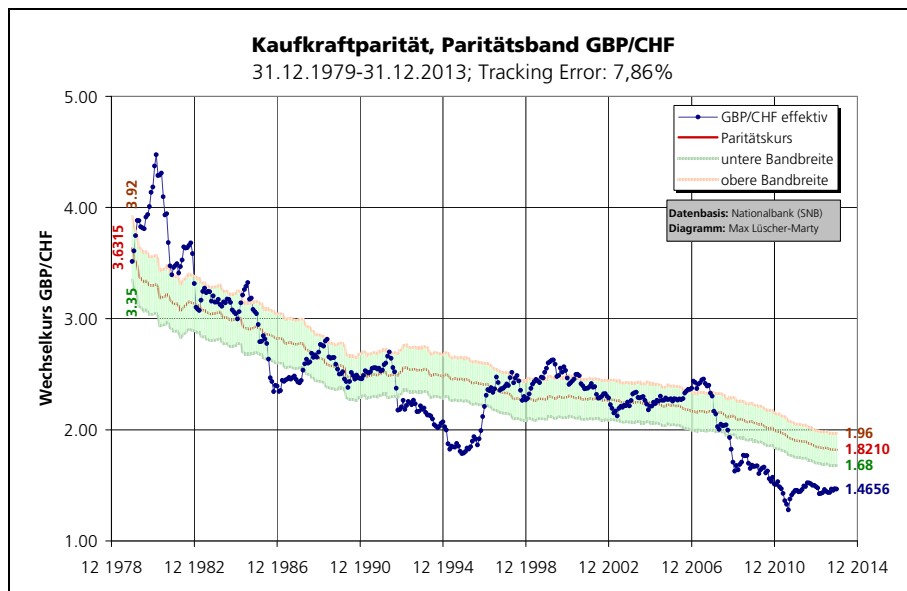
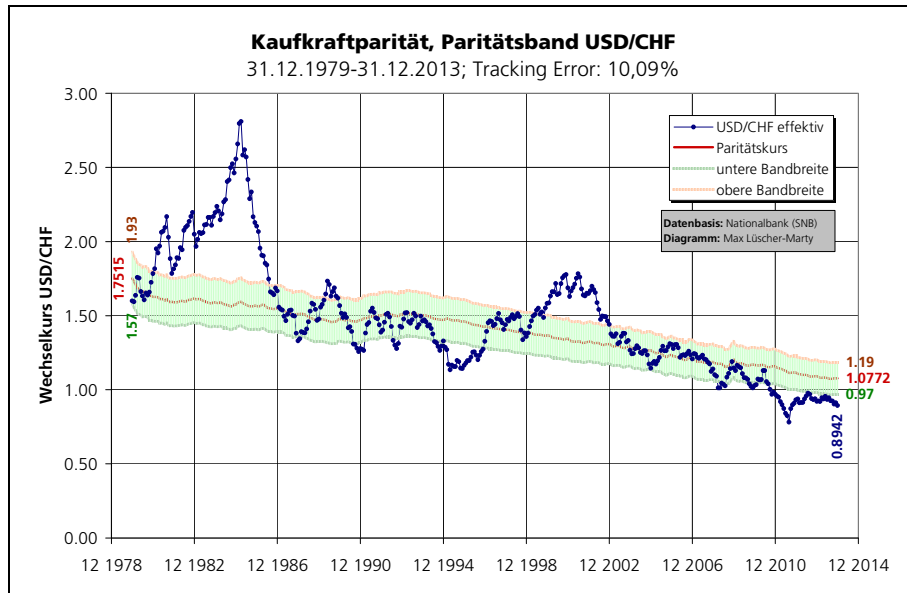
Skeptiker werden einwenden, das Ergebnis sei zufallsbedingt und gelte nur für diesen speziellen Zeitraum. Ein Blick zurück auf die letzten fünfzig Jahre zeigt jedoch, dass sich die Beimischung von US- und UK-Aktien in der jüngeren Geschichte aus einer reinen Renditeoptik immer weniger gelohnt hat:

Periode	Internationales Portfolio		Nationales CH-Portfolio	
	Jahresrendite	Verlustrisiko	Jahresrendite	Verlustrisiko
1925-2013	5,73%	23,86%	5,83%	26,14%
1963-2013	5,80%	24,00%	5,95%	30,00%
1973-2013	6,27%	22,50%	6,33%	25,00%
1983-2013	6,08%	23,33%	6,43%	26,66%
1993-2013	4,88%	25,00%	5,31%	30,00%
2003-2013	3,88%	20,00%	4,69%	30,00%

Die Standardabweichung bzw. die Volatilität des internationalen Portfolios ist notabene – ausgenommen in der Periode 1983-2013 leicht – höher als beim nationalen CH-Portfolio. Auch die Sharpe Ratio spricht deshalb – anders als das Verlustrisiko – nicht zugunsten einer internationalen Diversifikation.

**Wichtig ist, dass aufgrund dieser „Befunde“ das Kind nicht mit dem Bade ausgeschüttet wird. Eine Depotstreuung nach Assetklassen, Branchen oder Titeln ist unumstössliches Gebot seriösen Portfoliomanagements. Ob eine Diversifikation nach Währungen und Ländern wirklich etwas bringt, hängt primär davon ab, in welcher Währung man denkt. Mit Referenzwährung CHF lässt sich die These aufstellen, dass ein ausgeprägter Hang zur Swissness nicht wirklich ein Fehler ist.**

Es herrscht heute mehr oder weniger Konsens, dass der Schweizerfranken zum USD, zum GBP und zum EUR überbewertet ist. Auf der Basis der Daten der Schweizerischen Nationalbank (SNB) habe ich die folgenden Diagramme generiert und komme zum Schluss, dass USD gut 15 Rappen, GBP gut 40 Rappen und EUR gut 10 Rappen „zu billig“ sind. Wer – mit Referenzwährung CHF – auf diese Währungsgebiete setzen will, kann davon ausgehen, dass er nicht zu teuer einsteigt. Das britische Pfund würde ich derzeit am meisten favorisieren .....



Wer – wie ich – an die lange Geschichte „glaubt“, kommt mit Referenzwährung CHF nicht umhin, den Heimmarkt stark zu favorisieren. Ich meine, dass nicht Deflation auf uns zukommen wird, sondern Inflation – und das nicht zu knapp. Geht man davon aus, dass die USA, Grossbritannien und der Euroraum stärker „inflationiert“ werden als die Schweiz, werden diese Währungen das aktuelle Wechselkursniveau nach und nach rechtfertigen. Dass die Zeit für eine Freigabe der Wechselkursuntergrenze EUR/CHF von 1.20 in spätestens zwei bis drei Jahren reif sein wird, steht für mich ausser Frage.

Wenn man befürchtet, dass den relevanten Aktienmärkten in nächster Zeit der Schnauf ausgehen wird, die Zinsen rascher steigen werden als vielen lieb sein wird, von den Rohstoffmärkten nicht viel zu erwarten ist und die Immobilienpreise in der Schweiz ihr Top überschritten haben, ist derzeit guter Rat teuer. Viel Cash zu halten, kann derzeit durchaus angezeigt sein.

Zizers, 20. Februar 2014

Max Lüscher-Marty